

Suonavamo il violino sul Titanic

Il tempo in cui ciascuno si prenda le sue responsabilità non è ancora arrivato. Ma non tarderà. Radiografia del tracollo globale

Una rotta troppo liberista, il miraggio della terra promessa della crescita, l'illusione di poter virare in tempo. Così l'iceberg dei subprime ha affondato una nave già destinata alla deriva



di Stefano Mengoli*

A GIOCARE A SFAVORE DEL CAPITANO del Titanic ci fu paradossalmente la sua pluridecennale esperienza: in caso di avvistamento di un iceberg era certo che sarebbe stato in grado di virare in tempo. Ma quell'esperienza non aveva mai dovuto confrontarsi con una nave di quella stazza e, a detta degli storici, guidata da un timone così piccolo.

Immedesimarsi nella figura tristemente famosa del capitano Smith è il modo migliore per comprendere le sensazioni provate dagli operatori finanziari in questi ultimi mesi. La storia di quella che viene considerata una delle più acute crisi finanziarie dell'ultimo secolo può essere tratteggiata partendo da una copertina dell'*Economist* del marzo 2002 che rappresentava il settore immobiliare come un pallone in grado di sollevare le sorti del mondo. Tassi di interesse, quindi rate sui mutui, estremamente contenuti e crescita elevata del valore degli immobili: l'humus ideale per alimentare una spirale di concessione di fi-

nanziamenti senza precedenti. Una tendenza ulteriormente stimolata dalla politica. Al ritmo di uno slogan popolare come "una casa per tutti" il sogno americano si alimenta e si corrompe al medesimo tempo, promettendo il traguardo della proprietà anche per le classi sociali poco affidabili. Quelle da cui arriveranno i cosiddetti clienti subprime.

Deregolamentazione nel settore finanziario e pratiche che prevedono prestiti "no-doc", ossia senza necessità di documenti comprovanti la capacità di garantire il pagamento delle rate (ad esempio la busta paga), contribuiscono ad alimentare questo clima favorevole all'indebitamento (non è un caso che la crisi finanziaria sia ben presto diventata il tema principale nella cam-

Nel marzo 2002 l'*Economist* ritraeva il settore immobiliare come un pallone in grado di sollevare le sorti del mondo. Tassi di interesse e rate sui mutui, contenuti e crescita elevata del valore degli immobili: l'ideale per creare una spirale di concessione di finanziamenti

pagna elettorale dell'attuale presidente americano Barack Obama). Le banche dal canto loro non sembrano particolarmente preoccupate, confortate dal confermato trend storico (ed eccola qui l'esperienza del capitano del Titanic) di una crescita costante dei valori degli immobili. Vengono previsti incentivi per i broker bancari basati su piani di compenso legati alla chiusura di contratti "ad ogni costo".

Ma improvvisamente appare evidente che ciò che affiora dell'iceberg (rischio percepito) è solo la minima parte del tutto e soprattutto che data la stazza della nave ormai è troppo tardi per arrestarla. Muta improvvisamente lo scenario economico. Il rialzo dei tassi di interesse porta ad un incremento delle rate sui prestiti a tasso variabile (quelli che le banche suggerivano ai clienti presentandoli come più convenienti; peccato che l'ex governatore della Fed Alan Greenspan ne abbia contratto per sé uno a tasso fisso). Ben presto molti richiedenti, tra cui probabilmente quelli "no-doc", non sono ►

I contratti provenienti da più banche vengono ceduti ad una società-veicolo (la bottiglia), che serve la bevanda. Il cocktail è il denaro che confluisce dalle rate e i bicchieri sono titoli obbligazionari che, essendo posti su diversi livelli, hanno gradi di rischio differenti

► in grado di onorare il debito. Lievitano i tassi di insolvenza. Gli immobili vengono escussi dalle banche creando ulteriori pressioni negative sui prezzi, alimentate anche dalla pratica diffusa di finanziamenti che coprivano l'intero valore dell'immobile (si arrivava in molti casi persino oltre). Pensate infatti di aver acquistato casa per 500 mila dollari. Decidete di pagarne 50 mila in contanti e chiedere a prestito la restante parte (450 mila). Improvvisamente il valore dell'immobile crolla del 30 per cento, come è avvenuto in molte zone della California e della Florida. Vi ritrovate proprietari di una casa da 350 mila dollari e titolari di un mutuo da pagare di 450 mila. Chi ve lo fa fare di continuare a pagare le rate del prestito? Smettete di farlo e lasciate la casa alla banca.

Se il mutuo è sparito

Normalmente questo problema viene risolto rinegoziando il mutuo tra banca e debitore. Ma qui viene il bello. La banca non ha più il mutuo in quanto l'ha ceduto a finanziarie (leggasi Fannie Mae e Freddie Mac, poi nazionalizzate per evitarne il default) che a loro volta li cedono sul mercato tramite strumenti meglio noti come Cdo (Collateralized debt obligations).

Ma cos'è un Cdo? Per fare un Bacardi occorre Rum (75 per cento), succo di limone (25 per cento) ed altri ingredienti da versare in una bottiglia in giuste proporzioni al fine di ottenere qualcosa di più gustoso. Le banche si comportano allo stesso modo con i mutui (come illustra il disegno qui a fianco). I contratti provenienti da più banche vengono ceduti ad una società-veicolo (la bottiglia per fare il cocktail) anche in questo caso per ottenere qualcosa di più appetibile, ossia meno rischioso. Per essere servito agli invitati al matrimonio, il cocktail viene poi versato in una piramide di bicchieri, che si riempiono progressivamente da quello più in alto della piramide via via verso quelli più a valle. Il cocktail rappresenta il denaro che confluisce dalle rate man mano pagate e i bicchieri rappresentano titoli obbligazionari che, essendo posti su diversi livelli, hanno gradi di rischio differenti trovando soddisfazione



in sequenza. In questo modo si risponde meglio alle diverse esigenze di rischio degli investitori: prima vengono pagate le obbligazioni meno rischiose poste in alto (obbligazioni AAA), poi, man mano che vengono rimborsate le rate dei prestiti, le obbligazioni più rischiose poste in basso (AA, A, BBB, BB, B etc.). Fintantoché il cocktail è sufficiente tutti trovano soddisfazione.

Le colpe delle agenzie di rating

Cosa c'è di male in tutto questo? Assolutamente nulla. I Cdo sono uno strumento utile se non fosse che la deregolamentazione ha spinto le banche a disinteressarsi della bontà dei mutui che andavano ad erogare, probabilmente per il fatto che questi non sarebbero rimasti "in pancia" ma "girati" al sistema tramite i Cdo. Una responsabilità grave a questo punto è da attribuirsi alle agenzie di rating chiamate ad assegnare pagelle sia a quanto contenuto nella bottiglia (Mbs) sia a quanto contenuto nei bicchieri. Basando le loro stime d'insolvenza sui dati storici, a questo punto divenuti scarsamente rappresentativi, finiscono per sottostimare il rischio. In più, a detta di operatori interni, in molti casi si registrano comportamenti fraudolenti: le banche corrompono le agenzie per ottenere buoni giudizi anche su titoli poi rivelatisi "tossici".

Il fatto che venga inaspettatamente a mancare il cocktail porta molti commensali-investitori anche ai piani intermedi a subire ingenti perdite. Un po' come si fa con la macchina, alcuni di questi, al fine di non rischiare nulla, si erano persino coperti dal rischio di fallimento sottoscrivendo vere e proprie assicurazioni presso agenzie specializzate (contratti cosiddetti Cds, credit default swaps). I default a catena però fanno saltare anche queste agenzie (la più importante, Aig, è stata salvata dal governo americano attraverso la nazionalizzazione) non essendo in grado di garantire tutti gli indennizzi per la moltitudine di titoli defaultati. Gli investitori quindi devono ingiustamente sopportare perdite per le quali invece si erano assicurati. Come risol- ►

► vere la situazione? Per comprendere gli interventi dei governi occorre considerare un bilancio iper-semplificato di una banca, come rappresentato nel disegno a fianco, basato sui valori di Merrill Lynch. Sul piatto a sinistra della bilancia in alto ci sono i prestiti erogati (asset della banca). Gli asset producono il denaro sufficiente per ripagare quanto si trova sul piatto di destra, ossia i "debiti" contratti con gli investitori (depositi, obbligazioni emesse, etc) e "capitale" azionario che trova remunerazione una volta aver pagato i debiti. Nello scenario precedentemente descritto, la scoperta di titoli inesigibili comporta una diminuzione del valore degli asset (come mostra la bilancia in basso). Se ipotizziamo ad esempio la scoperta di titoli tossici defaultati per un valore di 100 miliardi, il valore degli asset passa da 1.000 a 900 miliardi (perdita del 10 per cento). La banca fallisce in quanto non è in grado di ripagare i 970 miliardi di debito (si noti che un calo del 10 per cento nel valore degli asset si traduce in un calo del 100 per cento nel valore azionario quotato sul mercato per effetto del debito che crea leva).

L'Italia e il capitale della fiducia

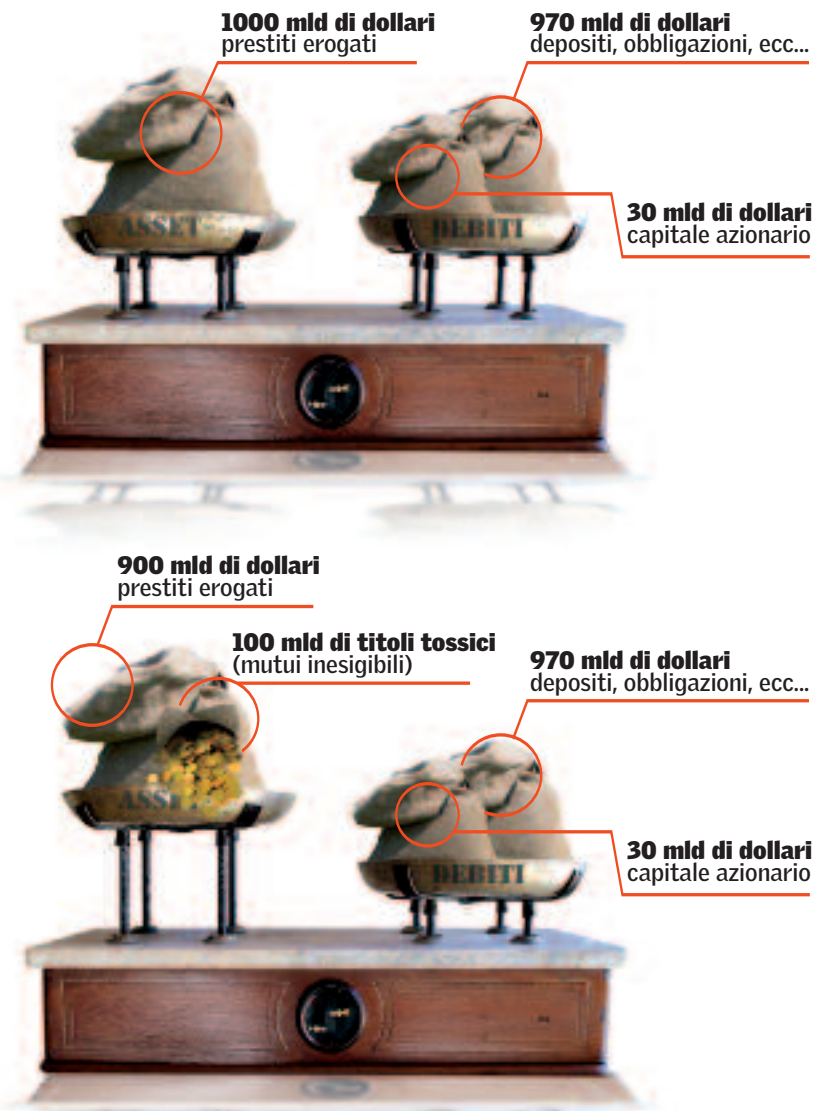
Non è quindi un caso se gli azionisti dei più grandi istituti di credito italiani, vedi UniCredit e Intesa Sanpaolo, hanno visto crollare il valore dei propri titoli da inizio anno rispettivamente di oltre il 70 ed il 55 per cento (da una ricerca R&S Mediobanca sembra che Intesa abbia titoli tossici in portafoglio per un valore di circa 5 miliardi mentre Unicredit 1,5 miliardi).

Occorre tener tra l'altro presente l'effetto domino sui bilanci delle banche, si pensi ad esempio ad una banca che svolge una componente importante della sua attività in un paese che a seguito della crisi è vicina al fallimento. Le conseguenze sono di una crisi di liquidità per il sistema finanziario in quanto "nessuno si fida più di nessuno": non conoscendo il valore reale degli attivi delle banche, da una parte le istituzioni finanziarie non si prestano più denaro tra loro (interbancario) e dall'altra i risparmiatori potrebbero smettere di fare altrettanto "correndo agli sportelli" per ritirare i depositi. In più, le banche cercano di "fare cassa" per ripagare i debiti. Questo genera una ulteriore pericolosa riduzione dei prestiti concessi alle imprese o alle famiglie (credit crunch) e così la crisi si trasmette all'economia reale.

Alla stregua degli altri paesi europei, il governo italiano si è mosso da un lato garantendo i depositi anche oltre i 103 mila euro (livello già garantito da un fondo interbancario) in modo da evitare la corsa agli sportelli. Dall'altro, dichiarandosi disposto ad intervenire nel-

l'iniettare liquidità alle banche o sottoscrivendo i nuovi aumenti di capitale (azionario) oppure più probabilmente sottoscrivendo nuove emissioni di debito. Un'altra via sarebbe quella di "garantire" le nuove emissioni destinate al pubblico di risparmiatori (attenzione in questo caso a leggere i contratti delle obbligazioni emesse dagli istituti bancari che dovrebbero risultare garantite dallo Stato solamente se prevista esplicitamente tale clausola in contratto). Tutti questi interventi sono necessari anche in considerazione del fatto che le banche europee sono obbligate per legge a rispettare vincoli minimi di capitale (normativa di Basilea 2). L'intento generale è an-

Il rischio è quello di una crisi di liquidità per il sistema finanziario in quanto nessuno si fida più di nessuno: non conoscendo il valore reale degli attivi delle banche, le istituzioni finanziarie non si prestano più denaro tra loro e i risparmiatori potrebbero ritirare i depositi



che quello di invertire il sentimento negativo che si è venuto a creare in questi mesi.

Cosa non ha funzionato e chi sono i colpevoli? Data la difficile situazione, queste domande sono passate (speriamo involontariamente) al momento in secondo piano. Al tempo stesso, è evidente che una risposta a questi interrogativi va trovata, non solo per evitare che analoghi comportamenti censurabili vengano a ripresentarsi a distanza di pochi anni, ma anche per evitare che una loro mancata condanna generi addirittura un loro incentivo. Del resto, per chi ancora non lo sapesse, questa crisi ha mostrato i limiti di un laissez-fair privo di qualunque meccanismo di regolazione. Purtroppo, l'essere vicini all'economista canadese J.K.Galbraith, che sosteneva che sotto il capitalismo un uomo sfrutta un altro uomo mentre sotto il comunismo è semplicemente vero l'opposto, suggerisce che si è ben lungi dal trovare facili soluzioni preconfezionate. ■

*professore di Finanza aziendale all'Università di Bologna

Illustrazioni: Davide Viganò